

Mua vào (giữ nguyên)

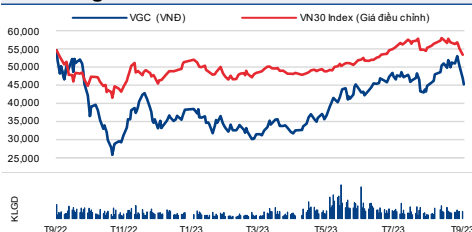
Giá mục tiêu: VNĐ54,800 (từ VNĐ51,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 21.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/9/2023)	45,200
Mã Bloomberg	VGC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	25,902-53,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	47,500
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	20,265
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	831
Slg CP lưu hành (tr.đv)	448
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	220
Slg CP NN được mua (tr.đv)	23.7
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	5.28%
Tỷ lệ freefloat	11.2%
Cổ đông lớn	Hạ tầng Gelex (50.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	0.89	5.12	(17.3)
So với chỉ số	4.44	3.10	(14.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2023F	3,129	2,412	29.7
2024F	3,356	4,307	(22.1)
2025F	4,224	4,140	2.0

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Viglacera là một trong những chủ đầu tư phát triển KCN lớn nhất và doanh nghiệp vật liệu xây dựng hàng đầu tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Phạm Ngọc Trung

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
 trung.ph@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
 trang.htk@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 129

Nền tảng mạnh mẽ vẫn được duy trì; giữ nguyên khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và nâng 7,5% giá mục tiêu lên 54.800đ (tiềm năng tăng giá là 21,2%). Chúng tôi nhận thấy giá trị tại cổ phiếu VGC nhờ (1) nền tảng mảng KCN mạnh mẽ và (2) mảng vật liệu xây dựng sẽ hưởng lợi nhờ sự hồi phục của thị trường BĐS nhà ở.
- Chúng tôi nâng 24,5% dự báo lợi nhuận trong năm 2023 (dựa trên xu hướng mạnh mẽ của mảng KCN trong 8 tháng đầu năm 2023) và nâng 2-3% dự báo năm 2024-2025. Theo dự báo mới của chúng tôi, tốc độ CAGR lợi nhuận thuần trong 3 năm tới sẽ là 3,1% (trong giai đoạn 2023-2025 là 16,2%).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 15% kể từ phiên bán tháo ngày 22/9/2023 (toàn thị trường điều chỉnh), VGC đang giao dịch với mức chiết khấu 18% so với RNAV, lớn hơn so với mức chiết khấu bình quân trong 3 năm qua là 0%. Cổ phiếu đang có định giá rẻ.

Sự kiện: Đánh giá triển vọng

HSC nâng dự báo và giá mục tiêu của VGC sau khi đánh giá hoạt động kinh doanh cốt lõi của Công ty. Chúng tôi kỳ vọng mảng KCN sẽ tiếp tục mạnh mẽ, trong khi mảng vật liệu xây dựng nhiều khả năng đã vượt qua giai đoạn khó khăn nhất và được kỳ vọng sẽ hưởng lợi khi thị trường BĐS nhà ở hồi phục.

Tác động: Nâng dự báo giai đoạn 2023-2025

HSC nâng 24,5% dự báo lợi nhuận thuần trong năm 2023 lên 1.403 tỷ đồng (giảm 18,8% so với mức nền cao trong năm 2022) sau khi KQKD mảng KCN vượt kỳ vọng trong 8 tháng đầu năm 2023. Chúng tôi cũng nâng 2-3% dự báo lợi nhuận thuần trong năm 2024-2025 do tác động trái chiều giữa việc điều chỉnh dự báo mảng KCN và vật liệu xây dựng. Chúng tôi dự báo mảng KCN sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2023-2025 trong khi tốc độ phục hồi của mảng vật liệu xây dựng nhiều khả năng sẽ chỉ tăng tốc từ năm 2024.

Nhìn chung, chúng tôi dự báo tốc độ CAGR lợi nhuận thuần trong giai đoạn 2022-2025 là 3,1% (giai đoạn 2023-2025 là 16,2%). EPS dự phóng 2023 và 2025 mới của chúng tôi hiện cao hơn lần lượt 30% và 2% so với dự báo của thị trường, nhưng thấp hơn 26% trong năm 2024.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi nâng dự báo lợi nhuận và hạ mức chiết khấu so với RNAV (áp dụng đối với toàn bộ các cổ phiếu chúng tôi khuyến nghị), chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 54.800đ (tiềm năng tăng giá là 21,2%).

Giá cổ phiếu VGC đã tăng 25,2% kể từ khuyến nghị gần nhất của chúng tôi (khuyến nghị Mua vào) vào tháng 4/2023, vượt trội 20,2% so với chỉ số VN Index. Tuy nhiên, sau những phiên bán tháo trên thị trường kể từ ngày 22/9/2023 (giá cổ phiếu VGC giảm 15%) trong bối cảnh toàn thị trường điều chỉnh mạnh, VGC đang giao dịch với mức chiết khấu 18% so với RNAV, so với mức chiết khấu bình quân trong 3 năm qua là 0%; cổ phiếu hiện đang có định giá rẻ. Nhờ quỹ đất công nghiệp lớn tại những vị trí chiến lược, mảng KCN của VGC sẽ tiếp tục hưởng lợi từ dòng vốn FDI vào lĩnh vực công nghệ cao tại khu vực miền Bắc. Chúng tôi cũng ưa thích cổ phiếu VGC nhờ bảng CĐKT lành mạnh và dòng tiền mạnh, nền tảng vững chắc để VGC chi trả cổ tức bằng tiền mặt ổn định nhiều năm qua. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá là 21,2%.

Cuối năm: Tháng 12	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	3,559	4,907	4,796 ▲	5,014	5,719
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,224	1,728	1,403 ▲	1,504	1,894
EPS ĐC (đồng)	2,729	3,855	3,129 ▲	3,356	4,224
DPS (đồng)	1,100	2,612	1,500	2,000	2,000
BVPS (đồng)	15,828	16,986	18,615	19,971	22,195
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.83	4.46	4.49	4.23	3.49
P/E ĐC (lần)	16.6	11.7	14.4	13.5	10.7
Lợi suất cổ tức (%)	2.43	5.78	3.32	4.42	4.42
P/B (lần)	2.86	2.66	2.43	2.26	2.04
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	104	41.2	(18.8)	7.24	25.9
ROAE (%)	18.1	23.5	17.6	17.4	20.0

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Nâng dự báo lợi nhuận nhờ mảng KCN khả quan; duy trì khuyến nghị Mua vào

HSC nâng 7,5% giá mục tiêu lên 54.800đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và hạ mức chiết khấu. Do KQKD mảng KCN vượt kỳ vọng trong 8 tháng đầu năm 2023, chúng tôi nâng 24,5% dự báo lợi nhuận thuần trong năm 2023, đồng thời tăng nhẹ 2-3% dự báo trong năm 2024-2025 sau khi đưa ra các giả định lạc quan hơn đối với triển vọng ngành KCN và vật liệu xây dựng. Nhìn chung, chúng tôi dự báo tốc độ CAGR lợi nhuận thuần trong giai đoạn 2022-2025 sẽ là 3,1% (giai đoạn 2023-2025 đạt 16,2%). Chúng tôi ưa thích cổ phiếu VGC nhờ bảng CĐKT lành mạnh, dòng tiền hoạt động mạnh mẽ và mức cổ tức bằng tiền mặt ổn định. VGC đang có định giá rẻ với mức chiết khấu 18% so với RNAV, so với mức chiết khấu bình quân trong 3 năm qua là 0%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

KQKD mạnh mẽ trong 8 tháng đầu năm 2023

Trong 8 tháng đầu năm 2023, KQKD của VGC vượt kỳ vọng của chúng tôi với LNTT đạt 1,5 nghìn tỷ đồng, vượt 21% dự báo cả năm 2023 của chúng tôi (kết quả so với cùng kỳ không được công bố), nhờ KQKD mạnh mẽ tại mảng KCN.

Mảng KCN khả quan

HSC ước tính VGC đã bàn giao 120ha đất công nghiệp tại các dự án KCN Yên Phong 2C, Yên Mỹ, Đông Mai và Phong Điền trong giai đoạn này. Giá cho thuê tăng ổn định (5-10% so với cùng kỳ) tiếp tục củng cố tỷ suất lợi nhuận gộp mảng này, đặc biệt Q2/2023 đạt 51%, so với mức bình quân trong 4 quý vừa qua là 41%.

Nhờ dòng vốn FDI vào Việt Nam phục hồi (FDI đăng ký và thực hiện tăng lần lượt 8% và 1% so với cùng kỳ trong 8 tháng đầu năm 2023). Trong đó, với triển vọng mạnh mẽ của dòng vốn FDI chảy vào lĩnh vực công nghệ cao và bán dẫn, VGC có kinh nghiệm trong việc thu hút đầu tư nhờ hoạt động trong ngành nhiều năm, chúng tôi tin rằng KQKD mảng KCN của VGC sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ trong vài năm tới.

VGC có 700ha có thể cho thuê, chủ yếu tại Bắc Ninh (KCN Yên Phong 2C, KCN Thuận Thành) và Hưng Yên (KCN Yên Mỹ), trung tâm sản xuất thiết bị điện tử và các sản phẩm công nghệ cao khác.

Bảng 1: Các dự án KCN chính đang triển khai, VGC

Phủ Hà	Vị trí	Tổng diện tích cho thuê (ha)	Ước tính tỷ lệ lấp đầy đến cuối năm 2022
Tiền Hải	Phủ Thọ	271	52.4%
Hải Yên	Thái Bình	190	34.2%
Phong Điền	Quảng Ninh	137	42.3%
Yên Mỹ	Huế	217	26.7%
Yên Phong IIC	Hưng Yên	207	19.3%
Thuận Thành	Bắc Ninh	136	85.3%
Tổng cộng	Bắc Ninh	184	0.0%
Phủ Hà		1,342	37.2%

Nguồn: HSC

Chúng tôi cập nhật các dự án KCN trong ngắn hạn của VGC trong Bảng 1. Những dự án này được dự báo sẽ tạo ra dòng tiền và lợi nhuận tốt cho Công ty trong giai đoạn 2023-2025. Trong đó, 3 dự án KCN Yên Mỹ (Hưng Yên), KCN Yên Phong 2C (Bắc Ninh), KCN Thuận Thành (Bắc Ninh), nằm tại vị trí chiến lược thu hút vốn FDI mạnh cùng với giá thuê cao (120-150 USD/m²), sẽ là những động lực chính.

Ngoài ra, VGC đang tích cực mở rộng quỹ đất KCN. Công ty đặt mục tiêu đến năm 2025 sẽ bổ sung thêm 10 dự án KCN với tổng diện tích bổ sung trên 2.000ha, bao gồm: KCN Phú Ninh (450ha, Phú Thọ), Phú Hà giai đoạn 2 (100ha, Phú Thọ), Khu A KCN Phong Điền (120ha, Huế), KCN Đông Triều (425ha, Quảng Ninh), KCN Hòa Lạc - Hữu Lũng (490ha, Lạng Sơn)... từ đó, thúc đẩy doanh thu trong trung và dài hạn của Công ty.

Lưu ý, VGC đã thành lập công ty con (vốn điều lệ 606 tỷ đồng, VGC sở hữu 51% cổ phần) để phát triển dự án KCN Phố Yên (700ha đất công nghiệp và 200ha đất ở, Thái

Nguyên). Tuy nhiên, chúng tôi chưa đưa vào mô hình định giá dự án này do VGC chưa nhận được phê duyệt quy hoạch tổng thể (1/2000 và 1/500) cho dự án này. Tuy nhiên, dự án này sẽ là tiềm năng tăng đối với định giá của chúng tôi.

Mảng vật liệu xây dựng: Thị trường trong nước đang hồi phục cùng triển vọng tươi sáng tại thị trường xuất khẩu

HSC nhận thấy mảng vật liệu xây dựng của VGC, thường phụ thuộc vào diễn biến thị trường BĐS, đang dần phục hồi trong Q2/2023. Tổng doanh thu tăng 33,8% so với quý trước (nhưng vẫn giảm 12,0% so với cùng kỳ) trong Q2/2023. Trong khi đó, tỷ suất lợi nhuận gộp mảng này cũng tăng lên 13,5% trong Q2/2023 từ mức 12,0% trong Q1/2023 (vẫn thấp hơn đáng kể so với mức 23,2% trong năm 2022).

Doanh thu xuất khẩu tăng mạnh trong 8 tháng đầu năm 2023 với doanh thu gạch ốp lát và kính xây dựng tăng lần lượt 134% và 33% so với cùng kỳ. Kết quả này bù đắp một phần cho sự sụt giảm của nhu cầu tại thị trường trong nước. Chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng doanh thu xuất khẩu trên tổng doanh thu mảng này sẽ tăng lên 10-15% trong vài năm tới, từ mức 8% trong 6 tháng đầu năm 2023 và 4-5% trong năm 2022.

Nhìn chung, chúng tôi tin rằng mảng vật liệu xây dựng đã trải qua giai đoạn khó khăn nhất và tốc độ phục hồi mảng này sẽ tăng tốc trong nửa cuối năm 2023, cùng sự phục hồi của thị trường BĐS. Lưu ý, đối với mảng kính xây dựng, VGC sở hữu 100% cổ phần công ty kính nổi Viglacera (VIFG, Tư nhân), 65% cổ phần công ty TNHH kính nổi siêu trắng Phú Mỹ (PFG; Tư nhân), 35,3% cổ phần công ty kính nổi Việt Nam (VFG), và 86,4% cổ phần CTCP Kính Đáp Cầu.

Trong đó, công ty VIFG, PFG và Kính Đáp Cầu đã hợp nhất vào BCTC của VGC. Trong năm 2022, 3 công ty này đóng góp 31% doanh thu và 42% lợi nhuận gộp mảng vật liệu xây dựng trong khi đóng góp lần lượt 20% và 21% tổng doanh thu và lợi nhuận gộp của VGC.

Bảng 2: Các công ty kính xây dựng, VGC

Tiềm năng tăng trưởng lớn nhờ nâng cao năng lực sản xuất

Công ty	Tỷ lệ sở hữu của VGC	Doanh thu 2022 (tỷ đồng)	Tiềm năng tăng giá
Công ty Kính Nổi Viglacera (VIFG)	100%	1,297	Tăng công suất lên 1,500 tấn/ngày từ mức 600 tấn/ngày
Công ty TNHH Kính nổi siêu trắng Phú Mỹ (PFG)	65%	1,605	
Công ty TNHH Kính nổi Việt Nam (VFG)	35.30%	1,613	Tăng tỷ lệ sở hữu
Công ty cổ phần Kính Viglacera Đáp Cầu	86.40%	64	

Nguồn:

VGC đang trong quá trình chuẩn bị huy động vốn từ PFG để xây dựng giai đoạn 2 nhà máy này nhằm nâng công suất thêm 900 tấn/ngày (công suất giai đoạn 1 là 600 tấn/ngày). VGC dự kiến sẽ sở hữu 55% cổ phần sau sự kiện này (giảm 10%). Chúng tôi đang chờ đợi thêm thông tin chi tiết và lộ trình phát triển để đưa nhà máy mới này vào mô hình dự báo và định giá. Theo quan sát sơ bộ, chúng tôi cho rằng giai đoạn 2 sẽ bổ sung đáng kể năng lực sản xuất và doanh thu cho mảng kính xây dựng. Ngoài ra, VGC có kế hoạch sẽ nâng tỷ lệ sở hữu tại công ty VFG trong thời gian tới.

Năng lực sản xuất gạch ốp lát cũng được mở rộng sau khi VGC mua lại nhà máy Eurotile (công suất 9 triệu m2/năm). VGC đang nhập khẩu công nghệ CONTINUA+ để sản xuất gạch sứ ốp lát tại nhà máy này – đây là công nghệ sản xuất gạch ốp lát hiệu quả nhất với năng suất cao nhất trên thế giới.

Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng năng lực sản xuất mới sẽ thúc đẩy doanh thu mảng vật liệu xây dựng trong thời gian tới. Đây là một rủi ro có thể khiến KQKD vượt kỳ vọng của chúng tôi.

Dự báo mới: Nâng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2023-2025

HSC nâng 24,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2023 lên 1.403 tỷ đồng (giảm 18,8% so với mức nền cao trong năm 2022) do KQKD mảng KCN vượt kỳ vọng trong 8 tháng đầu năm 2023. Ngoài ra, chúng tôi cũng nâng 2-3% dự báo lợi nhuận trong năm 2024-

2025 dựa trên tác động trái chiều của việc điều chỉnh triển vọng mảng KCN và vật liệu xây dựng.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận và dòng tiền mảng KCN sẽ tiếp tục mạnh mẽ trong giai đoạn 2023-2025 (bàn giao 160-190ha/năm) nhờ nhu cầu thuê KCN cao và dòng vốn FDI mạnh mẽ. Trong năm 2023-2024, doanh thu mảng này sẽ được đóng góp từ các dự án KCN Phú Hà, Tiền Hải, Yên Mỹ, Yên Phong 2C và Thuận Thành.

Lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh trong năm 2025 nhờ sự phục hồi của mảng vật liệu xây dựng dựa trên giả định thị trường BĐS nhà ở sẽ phục hồi mạnh từ năm 2024-2025. Nhìn chung, chúng tôi dự báo tốc độ CAGR lợi nhuận thuần trong giai đoạn 2022-2025 sẽ là 3,1% (trong giai đoạn 2023-2025 là 16,2%).

Bảng 3: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2022-2025, VGC

Dự báo CAGR lợi nhuận trong giai đoạn 2022-2025 là 3,1%

Tỷ đồng	2022A	2023F	% điều chỉnh	% tăng trưởng	2024F	% điều chỉnh	% tăng trưởng	2025F	% tăng trưởng
Tổng doanh thu	14,592	12,740	4.9%	-12.7%	13,914	3.5%	9.2%	15,119	8.7%
Mảng BĐS	4,802	4,737	22.1%	-1.4%	5,092	16.8%	7.5%	5,167	1.5%
Mảng vật liệu xây dựng	9,281	7,557	-3.4%	-18.6%	8,343	-3.1%	10.4%	9,491	13.8%
Mảng kinh doanh khác	510	446	0.0%	-12.6%	478	0.0%	7.2%	462	-3.3%
Lợi nhuận gộp	4,238	3,593	10.6%	-15.2%	3,795	-2.3%	5.6%	4,567	20.3%
Chi phí BH&QL	(1,848)	(1,451)	-7.8%	-21.5%	(1,578)	-11.0%	8.8%	(1,793)	13.6%
Lợi nhuận HĐ	2,390	2,142	27.8%	-10.4%	2,217	5.0%	3.5%	2,774	25.1%
LNTT	2,305	1,907	23.3%	-17.3%	2,037	2.2%	6.8%	2,628	29.0%
Lợi nhuận thuần	1,728	1,403	24.5%	-18.8%	1,504	3.3%	7.2%	1,894	25.9%

Nguồn: HSC

Nâng 7,5% giá mục tiêu lên 54.800đ; duy trì khuyến nghị Mua vào

Sau khi nâng dự báo lợi nhuận và hạ mức chiết khấu, chúng tôi nâng 7,5% giá mục tiêu lên 54.800đ, tiềm năng tăng giá là 21,2%. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VGC.

Giả định định giá cụ thể như sau:

- HSC tính toán RNAV của VGC tại thời điểm giữa năm 2024
- Chúng tôi áp dụng phương pháp DCF để định giá hầu hết các KCN, ngoại trừ KCN ViMariel (tại Cuba) được áp dụng giá trị sổ sách. Chúng tôi cũng áp dụng giá trị sổ sách để định giá các tài sản khác bao gồm một số dự án KDC và các khoản đầu tư vào công ty liên kết/liên doanh.
- HSC cũng sử dụng phương pháp DCF để định giá mảng vật liệu xây dựng. Chúng tôi áp dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3% (không đổi) cho dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF).
- Các tài sản hoạt động khác, chủ yếu là BĐS nhà ở và đầu tư dài hạn, được áp dụng giá trị sổ sách.
- Giả định WACC của chúng tôi là 11,8% (từ 12,5% trước đó). Trong đó, lãi suất phi rủi ro là 4% (từ 5% trước đó), phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn là 10% (giữ nguyên).

Bảng 4: Định giá, VGC

(Tỷ đồng)	Phương pháp	Lợi ích của VGC	Giá trị hiện tại ròng 2023
KCN	DCF, BV	35-100%	14,572
Vật liệu xây dựng	DCF	25-100%	8,332
Tài sản khác, điều chỉnh	BV		1,822
(-) nợ thuần / tiền thuần			(185)
Giá trị vốn CSH			24,541
Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành			448,350,000
Giá mục tiêu	Đồng/cp		54,800

Nguồn: HSC

Bảng 5: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định chính, VGC

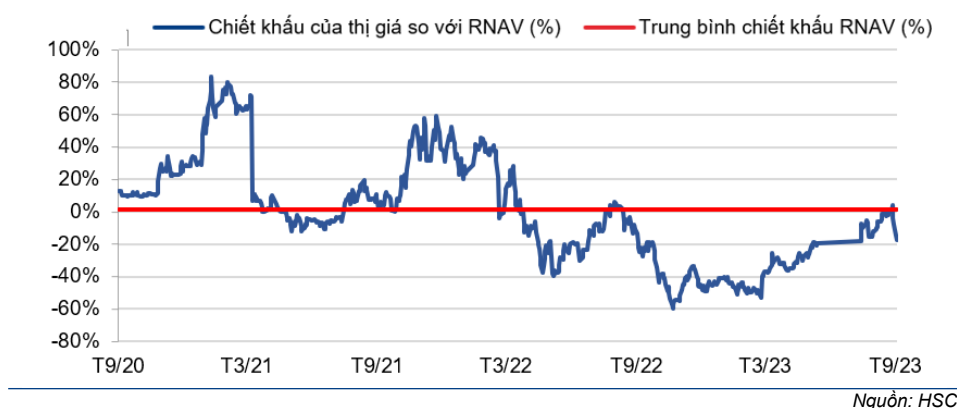
Kịch bản cơ sở giả định lãi suất phi rủi ro là 5% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

Đồng	Tốc độ tăng trưởng dài hạn của mảng vật liệu xây dựng					
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	55,900	56,700	57,600	58,500	59,400
	3.5%	54,800	55,700	56,000	56,900	57,800
	4.0%	53,700	54,000	54,800	55,600	56,500
	4.5%	52,700	53,000	53,800	54,600	54,900
	5.0%	51,600	51,800	52,600	52,900	53,700

Nguồn: HSC

Biểu đồ 6: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, VGC

VGC đang giao dịch với mức chiết khấu 18% so với RNAV, so với mức chiết khấu bình quân trong 3 năm qua là 0%;



Nguồn: HSC

Giá cổ phiếu VGC đã tăng 25,2% kể từ khuyến nghị gần nhất của chúng tôi (khuyến nghị Mua vào) vào đầu tháng 4/2023, vượt trội 20,2% so với chỉ số VN Index. Tuy nhiên, sau những phiên bán tháo kể từ ngày 22/9/2023 (giá cổ phiếu VGC giảm 15%), VGC đang giao dịch với mức chiết khấu 18% so với RNAV, so với mức chiết khấu bình quân trong 3 năm qua là 0%; cổ phiếu đang có mức định giá rẻ.

Triển vọng ngắn hạn mảng vật liệu xây dựng kém khả quan do thị trường chững lại nhưng sẽ được bù đắp nhờ mảng KCN tích cực. Trong khi đó, bảng CĐKT lành mạnh và dòng tiền hoạt động tốt là những chỉ báo tốt đối với Công ty. Chúng tôi cho rằng VGC là một cổ phiếu tốt để NĐT nâng tỷ trọng đối với lĩnh vực KCN đang phát triển của Việt Nam và hưởng mức cổ tức ổn định.

Rủi ro

Rủi ro vượt dự báo: (i) Nhà máy Phú Mỹ giai đoạn 2 đi vào hoạt động sẽ giúp mở rộng đáng kể công suất sản xuất kính xây dựng. Do đó, việc nhà máy đi vào hoạt động sẽ là tiềm năng khiến KQKD vượt dự báo của chúng tôi. (ii) quỹ đất mới: VGC đã mở rộng quỹ đất đáng kể (tại Thái Nguyên, Hưng Yên, Khánh Hòa,...) để phát triển KCN, nhưng chúng tôi chưa bao gồm điều này vào mô hình dự báo do chưa có đầy đủ thông tin về lộ trình phát triển. Khi Công ty bắt đầu phát triển những diện tích này sẽ là tiềm năng khiến KQKD vượt dự báo của chúng tôi

Rủi ro không đạt dự báo: (i) Thị trường BĐS nhà ở chững lại tác động mạnh hơn kỳ vọng sẽ ảnh hưởng tới KQKD mảng vật liệu xây dựng. (ii) Rủi ro thương mại toàn cầu tăng trưởng chậm lại sẽ tác động tới các doanh nghiệp FDI mở rộng sản xuất. Điều này sẽ tác động tới hoạt động cho thuê KCN và ảnh hưởng tới định giá và KQKD.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Doanh thu	11,194	14,592	12,740	13,914	15,119
Lợi nhuận gộp	2,873	4,238	3,593	3,795	4,567
Chi phí BH&QL	(1,420)	(1,848)	(1,451)	(1,578)	(1,793)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	1,452	2,390	2,142	2,217	2,774
Lãi vay thuần	(136)	(175)	(249)	(236)	(210)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	123	112	34.3	77.2	83.7
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	102	(21.8)	(20.7)	(20.7)	(20.7)
LNTT	1,541	2,305	1,907	2,037	2,628
Chi phí thuế TNDN	(262)	(392)	(375)	(392)	(509)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(55.4)	(185)	(130)	(141)	(225)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,224	1,728	1,403	1,504	1,894
Lợi nhuận thuần ĐC	1,224	1,728	1,403	1,504	1,894
EBITDA ĐC	3,559	4,907	4,796	5,014	5,719
EPS (đồng)	2,729	3,855	3,129	3,356	4,224
EPS ĐC (đồng)	2,729	3,855	3,129	3,356	4,224
DPS (đồng)	1,100	2,612	1,500	2,000	2,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	448	448	448	448	448
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	448	448	448	448	448
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	448	448	448	448	448

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Tiền & tương đương tiền	2,711	2,019	2,661	2,544	3,582
Đầu tư ngắn hạn	231	129	129	129	129
Phải thu khách hàng	886	1,183	1,220	1,509	1,451
Hàng tồn kho	3,657	4,235	4,194	4,322	5,446
Các tài sản ngắn hạn khác	456	542	542	542	542
Tổng tài sản ngắn hạn	7,941	8,108	8,746	9,045	11,150
TSCĐ hữu hình	5,125	5,217	5,900	6,199	6,577
TSCĐ vô hình	164	166	167	168	168
Bất động sản đầu tư	1,961	1,952	2,014	2,183	2,149
Đầu tư dài hạn	8.22	8.22	8.22	8.22	8.22
Đầu tư vào Cty LD,LK	610	680	715	792	876
Tài sản dài hạn khác	6,187	6,827	7,008	6,401	5,487
Tổng tài sản dài hạn	14,056	14,851	15,812	15,751	15,264
Tổng cộng tài sản	21,997	22,959	24,558	24,796	26,414
Nợ ngắn hạn	1,447	1,959	1,806	1,668	1,789
Phải trả người bán	1,304	1,590	1,459	1,618	1,738
Nợ ngắn hạn khác	2,159	2,230	2,230	2,230	2,230
Tổng nợ ngắn hạn	8,551	8,391	8,671	8,492	9,229
Nợ dài hạn	1,742	1,657	2,126	1,802	1,461
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	118	144	144	144	144
Nợ dài hạn khác	3,002	3,273	3,262	3,256	3,255
Tổng nợ dài hạn	4,863	5,074	5,533	5,202	4,860
Tổng nợ phải trả	13,640	13,873	14,613	14,102	14,498
Vốn chủ sở hữu	7,096	7,616	8,346	8,954	9,951
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,260	1,470	1,599	1,740	1,965
Tổng vốn chủ sở hữu	8,357	9,085	9,945	10,694	11,916
Tổng nợ phải trả và VCSH	21,997	22,959	24,558	24,796	26,414
BVPS (đ)	15,828	16,986	18,615	19,971	22,195
Nợ thuần/(tiền mặt)	478	1,598	1,271	927	(333)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBIT	1,452	2,390	2,142	2,217	2,774
Khấu hao	(2,107)	(2,517)	(2,654)	(2,797)	(2,945)
Lãi vay thuần	(136)	(175)	(249)	(236)	(210)
Thuế TNDN đã nộp	(262)	(392)	(375)	(392)	(509)
Thay đổi vốn lưu động	1,573	(1,918)	428	(465)	(450)
Khác	61.6	53.1	(20.7)	(20.7)	(20.7)
LCT thuần từ HKKD	4,795	2,474	4,580	3,900	4,530
Đầu tư TS dài hạn	(3,386)	(2,751)	(3,581)	(2,659)	(2,374)
Góp vốn & đầu tư	(254)	(898)	0	0	0
Thanh lý	96.7	1,004	0	0	0
Khác	20.6	122	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(3,523)	(2,523)	(3,581)	(2,659)	(2,374)
Cổ tức trả cho CSH	(548)	(1,171)	(673)	(897)	(897)
Thu từ phát hành CP	149	100	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(51.7)	483	316	(462)	(221)
Khác	(58.9)	(55.2)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(509)	(643)	(357)	(1,358)	(1,118)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,950	2,711	2,019	2,661	2,544
LCT thuần trong kỳ	762	(692)	642	(117)	1,038
Ảnh hưởng của tỷ giá	(1.35)	(1.09)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,711	2,019	2,661	2,544	3,582
Dòng tiền tự do	1,409	(277)	999	1,242	2,156

Các chỉ số tài chính	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	25.7	29.0	28.2	27.3	30.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	31.8	33.6	37.6	36.0	37.8
Tỷ suất LNT (%)	10.9	11.8	11.0	10.8	12.5
Thuế TNDN hiện hành (%)	17.0	17.0	19.6	19.2	19.4
Tăng trưởng doanh thu (%)	18.7	30.4	(12.7)	9.21	8.67
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	60.7	37.9	(2.26)	4.53	14.1
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	104	41.2	(18.8)	7.24	25.9
Tăng trưởng EPS (%)	104	41.2	(18.8)	7.24	25.9
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	104	41.2	(18.8)	7.24	25.9
Tăng trưởng DPS (%)	0	137	(42.6)	33.3	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	40.3	67.8	47.9	59.6	47.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	18.1	23.5	17.6	17.4	20.0
ROACE (%)	12.0	17.1	14.1	13.8	16.6
Vòng quay tài sản (lần)	0.56	0.65	0.54	0.56	0.59
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	3.30	1.04	2.14	1.76	1.63
Số ngày tồn kho	160	149	167	156	188
Số ngày phải thu	38.9	41.7	48.7	54.4	50.2
Số ngày phải trả	57.2	56.1	58.2	58.4	60.1
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	54.3	52.5	50.8	41.2	29.5
Nợ/tài sản (%)	29.8	26.2	28.1	25.1	24.7
EBIT/lãi vay (lần)	10.7	13.6	8.61	9.40	13.2
Nợ/EBITDA (lần)	1.84	1.23	1.44	1.24	1.14
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.93	0.97	1.01	1.07	1.21
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.85	1.50	1.69	1.52	1.32
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.83	4.46	4.49	4.23	3.49
P/E (lần)	16.6	11.7	14.4	13.5	10.7
P/E ĐC (lần)	16.6	11.7	14.4	13.5	10.7
P/B (lần)	2.86	2.66	2.43	2.26	2.04
Lợi suất cổ tức (%)	2.43	5.78	3.32	4.42	4.42

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn